

# 博士学位論文審査要旨

2012年2月14日

論文題目： 地方債管理政策研究

学位申請者： 熊本 伸介

審査委員：

主査： 総合政策科学研究科 教授 新川 達郎

副査： 総合政策科学研究科 教授 田中 宏樹

副査： 経済学研究科 教授 伊多波 良雄

要 旨：

本論文は、日本の地方債管理政策に関する先駆的な研究である。自治体財政破たんが現実化し、地方債にも市場の評価が加えられ始めている状況に鑑み、地方債管理政策のあり方を究明することを目的としている。

論文の第1章では、地方債発行残高が膨大になり、それともなって利払い費が膨れ上がっていることから、従来の予算管理に加えて発行のリスクとコストを慎重に検討することが必要であることを明らかにする。第2章では、これまでの地方債について、その債務返済能力があるのか検証する。そして多くの地方自治体の地方債管理は破たんの危機にあると指摘する。第3章では、地方債を発行する地方自治体とその引受をする金融機関との関係について取り上げる。近年、市中金融との取引条件の悪化の事例もあり、地方債発行コストの増大が懸念されるという。第4章では、新発債の発行と借換えにおけるリスクとコストの分析を行う。まず、借入の条件設定が公債費を構成する元利償還および支払金利に与える影響について考察する。そのうえで、都道府県にとってどのような借り方(従来通りの10年年限の債券の発行か複数の年限の債券の発行、または固定金利か変動金利を選ぶのか)がベスト・アプローチになるのかを検討する。以上を踏まえて、第5章では、本研究のまとめとして、地方債管理のあり方を検討し、そこからの政策的インプリケーションとして、今後地方自治体が市場とどのように向き合うべきか、市場との対話のあり方や新たな起債管理手法の検討を行って結びとしている。

本研究は、従来の地方債管理が、予算管理を中心にしつつ、国による事実上の債務保証の下に考えられていたのに対して、近時の財政環境変化を踏まえた市場的な観点からの地方債管理手法を検討したものである。地方債発行に際しての金利コストや金利変動リスクを勘案した起債管理手法の基礎的研究を先駆的に試みたものであり、新たな知見を示している。もちろん、実務的には市場取引の実態との整合性や、地方債の特殊性とその管理概念の再定義など、検討すべき課題は多い。しかしこれらは、本研究の知見の価値を損なうものではない。よって、本論文は、博士(政策科学)(同志社大学)の学位を授与するにふさわしいものであると認められる。

## 総合試験結果の要旨

2012年2月14日

論文題目： 地方債管理政策研究

学位申請者： 熊本 伸介

審査委員：

主査： 総合政策科学研究科 教授 新川 達郎

副査： 総合政策科学研究科 教授 田中 宏樹

副査： 経済学研究科 教授 伊多波 良雄

要 旨：

学位申請者に対する総合試験は、2012年1月21日の午前9時30分より約1時間にわたり、公聴会形式によって行われた。公聴会終了後総合試験結果の判定を行った。総合試験においては、副査から起債手法の実務的な検討状況や地方債発行リスクとコストの概念に関する質問などがあったが、学位申請者はこれらに関して的確に答えた。語学試験については、財政破たんの可能性に関する主たる分析手法が米国で開発されたものであること、その先行研究をバランスよくレビューしていることなどから、英語の運用能力が十分であることを確認した。

よって、総合試験の結果は合格であると認める。

## 博士学位論文要旨

論文題目：地方債管理政策研究

氏名：熊本 伸介

### 要旨

本論文は、日本の地方債管理政策を対象に、その発行管理及び起債時のリスクとコストの管理について研究した論文である。

地方債管理研究の主な先行研究をみると、予算管理の領域と市場からの評価に関する研究が中心で、調達管理の領域、つまり、リスク(金利リスク、借換リスク)とコスト(金利に係るリスク・プレミアムを最小化すると同時に、発行価格を所与としたとき、調達必要額全体に係るコストを最小化するよう債務の構成を測ること)に関する研究は見当たらない。アメリカでは、借入金の管理・運営について、経営マネジメントの部分も含めて Debt Management を行い、計数面での管理を行うことで支払金利が最小となるような最適な借入を行うよう努めている。日本の地方自治体でも金利が最小になるように日々努力しているが、どのような借り方がいいのか、またその借入れの前提となるリスク(金利リスクと借換リスク)とコストに関する研究はなく、このリスクとコストの行方は、地方自治体の財政運営を把握するうえで重要な鍵となる。この地方債管理政策研究をすることにより、地方自治体の財政運営について、貴重な洞察が得られるものと考えられる。

第2章では、これまでの地方債管理政策がどのように行われてきたのかについて考察するために、地方自治体と国の財政運営と地方債管理政策について概観した。そして、地方自治体の地方債発行残高が膨れあがっているが、その債務返済能力があるのか検証した。その能力がなければ、地方自治体と国の地方債管理政策は失敗だということができる。

考察の結果、地方債の累増は構造的な問題であり、国が元利償還の手当てをしているが、その基盤は弱体化しつつある。また、債務返済能力については、一部の地方自治体にないことが明らかになり、適切な地方債管理が行われていないことが明らかになった。

以上の考察から、地方自治体は歳出の削減が厳しい一方で、膨大な債務を前提とした政策運営をしなければならないほど、切迫した状況にあるといえよう。地方財政制度の

抜本的な見直しがなければ、このような予算管理の自由度が失われているなかで、地方自治体は調達管理に軸足を移すことで、巨額の債務を円滑にファイナンスするしか道はなくなる。

調達管理の一つとして、借換リスクの縮減化のための「長期債の発行」がある。今後、公的資金が縮小していくなかで、必要な資金を供給してくれるのは民間の金融機関である。しかし、10年以上の超長期債を民間の金融機関が引き受けることは、ALMの観点や固定金利の場合変動リスクを金融機関が負うため、難しいことも考えられる。金融機関が地方自治体との取引に乗り気でない場合、従来のような低利での融資は難しくなると考えられる。そうなれば、資金調達リスクが高まり、安定的な地方債の管理が難しくなる。安定的な地方債管理政策を遂行していく上で、指定金融機関の存在はより重要なものになっていく。

第3章では、公的資金の縮減化が進む中で、地方自治体とその指定金融機関の今後の取引をしていくなかでの関係について明らかにした。

近年地方自治体と指定金融機関との関係の変化が指摘されている。公的資金が縮減している中で、民間銀行の重要性が増している。その貸出金利は国債金利に若干上乘せする程度で、低利で貸し出されている。しかし、市中銀行が地方自治体との取引に不満を覚えているならば、引受の減少、あるいは引受にあたって地方自治体にとって貸出条件の悪いものになる可能性もあり、円滑な地方債管理が難しくなることでコストの増大が懸念される。第3章ではこの問題を検討していく。

1990年代後半以降の相次ぐ銀行破綻、不良債権問題、金融業界再編を経て、護送船団方式で経営されていた金融機関は、経済合理性を追求する私企業に変貌を遂げつつある。結果、金融機関は金利に代表されるように、横並びからリスクに応じたリターンを認識するようになってきている。つまり、指定金融機関制度は、かつてのように特段の配慮がなくても金融機関側にメリットがある仕組みではなくなった。第3章のアンケート調査分析の結果、地方債の引受はするが、指定金融機関の業務姿勢が後退するなど、金融機関は地方自治体に対してもそれなりのリターンを求めていることが明らかになった。

地方債の引受資金が公的資金から民間資金に移行し、我が国の地方債市場は市場化が進んでいる。これらの動きは、リスク・リターンを意識する金融機関が、地方自治体にも実質的に登場してきたことを意味する。つまり、今後の資金調達において、金利を意

識しなければならなくなったということができる。

公的資金であれば、償還期間は地方債のメニューに応じてどの団体でも同じであるが、民間等資金であれば、金融機関との交渉次第である。どのような償還期間やルールを設けるかがその交渉で決まる。地方財政法は、対象となる施設等の耐用年数の範囲に償還期間を抑えることを求めるだけであり、地方債の償還期間を20年以上にすることができる。そうすれば、単年度の償還額は小さくなるので、見かけ上は財政運営が楽になる。30年で償還するとすれば、10年債を2回借り換えることになる。借換え時には当然、金利が変動するリスクが発生する。今後地方自治体は金利リスクについて、金融機関との間で交渉しなければならなくなった。

指定金融機関制度は、地方自治体の公金収納が着実に行われるよう、口座管理上のミスがないように管理するという意味では依然として欠かせないものである。地方債の安全性を担保するうえで、支払が滞らないように口座管理をするためには、指定金融機関の協力は不可欠であり、地方自治体として金融機関との間で十分な信頼関係がなければならない。それゆえに、指定金融機関のコスト構造を理解したうえで、今後どのような借り方をしていかなければならないかが課題となる。

第4章では、借入の条件設定が公債費を構成する元利償還および支払金利に与える影響について考察する。具体的には、借入の条件設定が公債費を構成する元利償還および支払い金利(調達コスト)に与える影響の試算と、先行きの金利リスクを、与信元である金融機関側が負担する固定金利方式ではなく、与信先である地方自治体側が負担する変動金利方式(長期金利変動・短期金利変動)とした場合、金利変動リスクにどのような影響を及ぼすのかを試算する。そのうえで、都道府県にとってどのような借り方(従来通りの10年年限の債券の発行か複数の年限の債券の発行、または固定金利か変動金利を選ぶのか)のベスト・アプローチを検討する。

近年の地方債市場の環境変化により、地方自治体が自律的な起債マネジメントを行う余地は拡大しており、今後その工夫次第で、起債コストとリスクの間の最良のバランスを達成することも可能となる。上述の試算の結果から、10年年限の従来の起債に代わり、様々な年限の組み合わせを行い、場合によっては固定金利ではなく変動金利に切り替えれば、一定程度起債コストを節減できる可能性がある。

ただし、その節減の幅は、先行きの金利次第の部分も大きく、また、短期的には地方自治体の負担する金利変動リスクが大きくなる可能性もあるため、将来の金利変動リス

クが過度の負担にならないよう留意する必要がある。変動金利方式の導入にしても、先行きの金利次第では、調達コストの節減が期待できるものの、同時に地方自治体が負担する金利変動リスクは大きくなるため、どの程度までが許容範囲なのか慎重に検討する必要がある。

上記のことを踏まえて、試算を行った。北海道の場合、今後9年間の平均で0.6%以上の金利の上昇が予想できれば、固定で借換えを行わない場合のほうがコストを抑制することができ、それ以下ならば、借換えをしたほうが調達コストを抑えることができる。また、短期変動債については、シナリオ1で0.1%、シナリオ2で1.14%、また長期変動債については、シナリオ1で1.13%、シナリオ2で1.51%がボーダー・ラインであった。

次に、地方自治体間で借換えの有利不利があるのかについての試算を行った。その結果から、短期での借換えのケースにおいて、新発債発行時、景気回復を受けて償還が進むことで、金利負担の低減の恩恵を与えることができる地方自治体があることが確認できた。

また、変動金利については、固定のほうが有利という結果となった。この要因として、本論文で用いた試算においては、高い経済成長を見込み、第1期(2009年度)の金利が低いため、固定が有利という結果となった。しかし、変動金利には金利上昇のリスクがあるが、長期的には、金利は経済成長や景気変動と正の相関関係がある。変動金利借入では、調達コストは基準金利の変動によって上下するが、地方税収入の増減と基準金利の動きが正の相関関係にあれば、地方税収が減少する状況では調達コストが減少し、調達コストが増加する状況では地方税収が増加する。このように変動金利を導入することによって税収との関係から収支への影響を緩和することができることから、調達コストの縮減には変動金利借入が有利ということができる。

しかし、都道府県の格差も大きいことが確認できた。財政力の高い都道府県は、金利上昇分を経済成長によってカバーすることができるが、財政力の弱い県は、金利上昇分を経済成長でカバーできないことが明らかになり、財政力の弱い県の場合、現行の固定金利で借りた方がリスクを縮減できるということができる。

終章では、以上の考察に基づき、これまでの地方債政策について総括し、今後の地方債管理政策の方向性を示した。 (3945字)